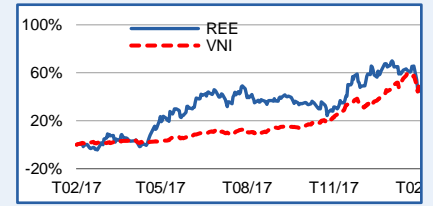


Ngành:	Tiện ích		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	21/02/2018	Tăng trưởng DT	36,5%	15,6%	11,2%	-6,3%
Giá hiện tại:	39.700VND	Tăng trưởng EPS	25,5%	15,6%	13,4%	4,6%
Giá mục tiêu:	50.200VND	Biên LN gộp	28,6%	28,0%	27,8%	26,0%
Giá mục tiêu trước đây:	47.700VND	Biên LN ròng	27,6%	27,6%	28,1%	31,3%
TL tăng:	+26,4%	EV/EBITDA	11,1x	9,7x	8,0x	8,3x
Lợi suất cổ tức:	+4,0%	P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+30,5%	P/E	9,0x	7,8x	6,8x	6,5x



GT vốn hóa:	542,2tr USD	REE	Peers*	VNI	
Room KN:	0tr USD	P/E (trượt)	9,0x	10,2x	20,1x
GTGD/ngày (30n):	2,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,5x	1,7x	3,1x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,1x	0,3x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	310,0tr	ROE	16,8%	16,6%	15,1%
Pha loãng	310,0tr	ROA	10,7%	6,1%	2,4%
PEG 3 năm	0,5	* Trung bình có hệ số của điện, cơ điện, và BĐS			

Tổng quan công ty:

REE là công ty hoạt động trong các lĩnh vực cơ điện (M&E), cho thuê văn phòng, bất động sản, và sản xuất điện. Lợi nhuận từ các công ty liên kết, chủ yếu là các công ty điện, chiếm gần một nửa tổng lợi nhuận.

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Lượng tiền mặt dồi dào tạo điều kiện cho các hoạt động M&A mới, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho CTCP Cơ điện lạnh (REE) với tổng mức sinh lời 30,5%, bao gồm lợi suất cổ tức 4,0%. Giá mục tiêu của chúng tôi tăng nhẹ 5,2% do tái tục mô hình DCF và định giá cao hơn của danh mục điện.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 15,6% năm 2018 nhờ dự án E-town Central đi vào hoạt động, diễn biến vững chắc của mảng Cơ điện (M&E), đóng góp từ công ty mới sáp nhập VCM và không có dự phòng cho QTP (ảnh hưởng đến 9,8% lợi nhuận 2017).
- Tăng trưởng lợi nhuận dự phóng 2019 và 2020 đạt 13,4% YoY và 4,6% YoY, có thể cao hơn khi chúng tôi chưa có nhiều thông tin chi tiết để ghi nhận đóng góp lợi nhuận từ các dự án mới mà chúng tôi cho rằng REE sẽ thực hiện, sau khi tích cực gia tăng lượng tiền mặt trong thời gian gần đây (20% tổng tài sản tính tại ngày 31/12/2017).
- Tăng trưởng lợi nhuận 10-15% và ROE 17% trong 2 năm tới sẽ là mức lý tưởng trong một ngành có rủi ro thấp. REE hiện đang giao dịch với mức định giá rẻ P/E 7,8 lần và P/B 1,3 lần.
- REE được hưởng lợi từ quá tự do hóa ngành điện đang được đẩy nhanh, đánh dấu bởi quá trình cổ phần hóa của các Genco.

PPC (CTCP Nhiệt điện Phả Lại) sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận của REE cao hơn trong những năm tới. Lợi nhuận của PPC có thể tăng 23,3% YoY trong năm 2019 với ước tính lợi nhuận tăng mạnh từ nhà máy điện than liên kết Hải Phòng. Tiền mặt dồi dào và nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn của PPC.

Cổ phần tại CHP (CTCP Thủy điện Miền Trung) đã được nâng lên 20% và hoạt động của dự án Thượng Kon Tum của VSH (CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh) sẽ gia tăng lợi nhuận của danh mục thủy điện. Dự án Thượng Kon Tum dự kiến sẽ được vận hành trong tháng 6/2019.

Hai dự án mới sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng lợi nhuận cho mảng cho thuê văn phòng. Chúng tôi kỳ vọng LNST mảng cho thuê văn phòng sẽ tăng 20,1% YoY trong năm 2018 và 13,6% YoY năm 2019, với giả định hiệu suất hoạt động của dự án E-town Central đạt 70% (2018) và 90% (2019) và cho dự án E-town East-West là 50% (năm 2019).

Lượng backlog (hợp đồng đã ký và chưa thực hiện) cao kỷ lục mới trong 5 năm qua cho thấy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của mảng M&E. Với lượng backlog mạnh mẽ 238 triệu USD vào cuối năm 2017, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của mảng M&E sẽ tăng 14,8% YoY và 10,0% YoY lần lượt trong các năm 2018 và 2019.

Lợi nhuận mảng nước sẽ tăng đáng kể. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của mảng này sẽ tăng 95,6% YoY trong năm 2018 và 22,7% năm 2019, khi REE vừa thu tóm 40% cổ phần tại VCW.

Đóng góp của mảng BĐS có thể sẽ ổn định trong vòng 2 năm tới. Lợi nhuận từ 51% cổ phần tại VIID và 30% cổ phần tại SaigonRes hiện đang chiếm 8% lợi nhuận của REE.

REE đang gia tăng đòn bẩy dù được nhận cổ tức lớn. Tính đến cuối năm 2017, REE có khoản tiền mặt lớn đạt 106 triệu USD sau khi phát hành 44 triệu USD trái phiếu nhằm tài trợ cho thu tóm VCW, gia tăng khoản vay ngân hàng thêm 31 triệu USD và nhận được cổ tức 31 triệu USD (+33,0% YoY) từ danh mục điện.

Báo Cáo Tài Chính

QQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	4.995	5.776	6.423	Tiền và tương đương	2.397	2.906	3.768
Giá vốn hàng bán	-3.567	-4.161	-4.637	Đầu tư TC ngắn hạn	517	517	517
Lợi nhuận gộp	1.428	1.615	1.787	Các khoản phải thu	1.137	1.424	1.584
Chi phí bán hàng	-95	-109	-128	Hàng tồn kho	1.556	1.596	1.778
Chi phí quản lí DN	-241	-278	-310	TS ngắn hạn khác	60	60	60
LN thuần HĐKD	1.093	1.227	1.349	Tổng TS ngắn hạn	5.666	6.503	7.707
Doanh thu tài chính	175	227	239	TS dài hạn (gộp)	3.462	3.877	3.820
Chi phí tài chính	-275	-283	-188	- Khấu hao lũy kế	-1.218	-1.273	-1.328
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-105	-218	-188	TS dài hạn (ròng)	2.244	2.604	2.491
Lợi nhuận từ công ty LDLK	719	788	800	Đầu tư TC dài hạn	6.274	6.389	6.515
Lợi nhuận/(chi phí) khác	9	9	9	TS dài hạn khác	116	116	116
LNTT	1.721	1.969	2.209	Tổng TS dài hạn	8.635	9.109	9.123
Thuế TNDN	-198	-236	-282	Tổng Tài sản	14.301	15.612	16.830
LNST trước CĐTS	1.523	1.733	1.927	Phải trả ngắn hạn	1.575	1.837	2.047
Lợi ích CĐ thiểu số	-146	-142	-124	Nợ ngắn hạn	672	680	555
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	1.377	1.591	1.804	Nợ ngắn hạn khác	685	707	787
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.377	1.591	1.804	Tổng nợ ngắn hạn	2.932	3.224	3.389
EBITDA	1.223	1.340	1.461	Nợ dài hạn	2.309	2.233	1.978
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.441	5.132	5.817	Nợ dài hạn khác	366	366	366
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.425	5.116	5.801	Tổng nợ	5.607	5.824	5.733
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	4.425	5.116	5.801				

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F		2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	36,5%	15,6%	11,2%	Vốn cổ phần	3.101	3.101	3.101
Tăng trưởng LN HĐKD	25,3%	12,3%	9,9%	Thặng dư vốn CP	1.050	1.050	1.050
Tăng trưởng LNTT	25,1%	14,4%	12,2%	Lợi nhuận giữ lại	3.642	4.738	6.045
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	25,5%	15,6%	13,4%	Vốn khác	238	238	238
				Lợi ích CĐTS	659	659	659
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	8.693	9.789	11.096
Biên LN gộp %	28,6%	28,0%	27,8%	Tổng cộng nguồn vốn	14.301	15.612	16.830
Biên LN từ HĐ %	21,9%	21,3%	21,0%				
Biên EBITDA	24,5%	23,2%	22,7%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	27,6%	27,6%	28,1%	Tiền đầu năm	960	2.397	2.906
ROE %	16,8%	17,2%	17,3%	Lợi nhuận sau thuế	1.377	1.591	1.804
ROA %	10,7%	10,6%	11,1%	Khấu hao	130	112	112
				Thay đổi vốn lưu động	-532	-788	-800
				Điều chỉnh khác	28	-43	-53
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	1.002	872	1.064
Số ngày tồn kho	142,5	138,2	132,8	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-583	-472	0
Số ngày phải thu	83,5	80,9	85,5	Đầu tư, ròng	-669	674	674
Số ngày phải trả	161,2	149,7	152,9	Tiền từ HĐ đầu tư	-492	201	674
TG luân chuyển tiền	64,9	69,5	65,4				
				Cổ tức đã trả	-597	-496	-496
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn	36	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,9	2,0	2,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	-76	-255
CS thanh toán nhanh	1,4	1,5	1,7	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	1.487	8	-125
CS thanh toán tiền mặt	0,8	0,9	1,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	Tiền từ hoạt động TC	926	-564	-876
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,2	0,2				
Nợ/Vốn CSH	0,1	0,0	-0,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.437	509	862
Khả năng thanh toán lãi vay	10,4	5,6	7,2	Tiền cuối năm	2.397	2.906	3.768

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.